

## درآمدی بر رابطه بازده غیرعادی سهام و محتوای اطلاعاتی جريان‌های نقدی

<sup>۱</sup> امیر رسائیان

<sup>۲</sup> محمد رضا غفاری

جريان‌های نقدی از منابع مهم و اساسی در هر واحد تجاری به شمار می‌رود و بسیاری از تصمیمات اقتصادی استفاده کنندگان براساس آن انجام می‌شود. سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به عنوان تأمین‌کنندگان اصلی منابع مالی شرکت از سود و جريان‌های نقدی به عنوان معیاری از توانایی واحد تجاری در پرداخت سود سهام و ایفای تهدیدات در آینده استفاده می‌کنند. با توجه به ابهامات فنی حسابداری تهدیدی و امکانات اطلاعاتی حسابداری نقدی و اینکه هیأت استانداردهای حسابداری به مفید بودن اطلاعات جريان‌های نقدی برای تصمیم‌گیرندگان نیز اعتقاد دارد صورت جريان وجوده نقد می‌تواند اطلاعات مهمی درخصوص مقادیر، دلایل و فواصل زمانی میان سود و دریافت و پرداخت وجه نقد فراهم آورد. همچنین، سرمایه‌گذاران از اطلاعات مربوط به جريان‌های نقدی برای پیش‌بینی بازده سالانه سهام و بهویژه بازده غیرعادی سهام که در تصمیم‌گیری اهمیت بسزایی دارد، استفاده می‌کنند. بر این اساس، در این مقاله مبانی نظری ارتباط جريان‌های نقدی و بازده غیرعادی سهام توضیح داده خواهد شد.

### واژه‌های کلیدی: جريان‌های نقدی، بازده غیرعادی، محتوای اطلاعاتی.

#### ۱. مقدمه

سرمایه‌گذاری یکی از مقوله‌های مهم در هر جامعه می‌باشد و سرمایه‌گذاران هنگام سرمایه‌گذاری با چندین موقعیت سرمایه‌گذاری مواجه می‌شوند و با توجه به روحیات، نیازها و میزان ریسک پذیری خود موقعیتی را انتخاب می‌کنند که دارای بازدهی بیشتری نسبت به بازده بازار باشد. بازده سرمایه‌گذاری تحت تأثیر قیمت سهام و توانایی شرکت در پرداخت سود سهام (جريان‌های نقدی) می‌باشد.

هیأت استانداردهای حسابداری مالی در بیانیه ۹۵ این نکته را مطرح می‌کند که توجه به دورنمای جريان نقدی بنگاه پیش از هر چیز ما را به در نظر گرفتن سود شرکت وا می‌دارد و از طریق سودآوری می‌توان دورنمای جريان‌های نقدی را ارزیابی نمود و همچنین آنهایی که سرمایه شرکت را تأمین کرده‌اند

rasaiian@gmail.com

ghafarim28@yahoo.com

۱. کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه مازندران.

۲. کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه.

چشم انتظار دریافت سود به عنوان منبع اصلی جبران سرمایه‌گذاری خویش هستند. حال این در ک روش وجود دارد که هم سودآوری و هم نقدینگی هر دو می‌توانند در تأمین خواست سرمایه‌گذاران برای دستیابی به سود نقدی دخالت داشته باشند و با اهمیت تلقی شوند و بهدلیل ارتباط بین هدف حسابداری، سود و جریان‌های نقدی است که هیأت استانداردهای حسابداری بر این باور است که مجموعه کامل صورت‌های مالی باید نشان‌دهنده جریان‌های نقدی طی یک دوره معین باشد (هیأت استانداردهای حسابداری مالی،<sup>۱</sup> ۱۹۸۷). بدین منظور، سرمایه‌گذاران از سود و جریان‌های نقدی به عنوان معیاری برای ارزیابی بازدهی شرکت استفاده می‌کنند و از آنجایی که توانایی واحد تجاری در پرداخت سود سهام تحت تأثیر متغیرهایی از قبیل خالص جریان‌های نقدی عملیاتی و غیرعملیاتی، جریان‌های نقدی حاصل از تغییر در سطح یا میزان سرمایه‌گذاری توسط سهامداران و اعتباردهندها و جریان‌های نقدی حاصل از سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها می‌باشد تردیدی نیست که نمی‌توان با استفاده از سود حسابداری بسیاری از این متغیرها را ارزیابی نمود و گذشته از آن به تدریج بر مفهوم و اهمیت جریان‌های نقدی (و نه سود) تأکید می‌شود.

## ۲. جریان‌های نقدی

وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد انتفاعی است و ایجاد توازن بین وجود نقد در دسترس و نیازهای نقدی مهم‌ترین عامل سلامت اقتصادی هر واحد انتفاعی است. وجه نقد از طریق عملیات عادی و سایر منابع تأمین مالی به واحد انتفاعی وارد می‌شود و برای اجرای عملیات، پرداخت سود، بازپرداخت بدھی‌ها و گسترش واحد انتفاعی به مصرف می‌رسد. سرمایه‌گذاران و اعتباردهندها برای برآورد گردش آتی وجود نقد در یک واحد انتفاعی مشخصاً به تأثیر فعالیت‌های حاصل از عملیات عادی، فعالیت‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری بر گردش وجه نقد اهمیت می‌دهند. براساس یافته هیأت استانداردهای حسابداری مالی هدف از گزارشگری مالی خارجی فراهم آوردن اطلاعات است، به نحوی که کاربران یا استفاده‌کنندگان بتوانند مقدار، زمان‌بندی و ریسک جریان‌های نقدی آتی مؤسسه را ارزیابی کنند (گارروود و هادی، ۱۹۹۸).

حسابداری تعهدی تلاش دارد تا مجموعه معاملات و سایر رویدادها را در طول همان دوره‌ای که آن معاملات و رویدادها اتفاق افتاده‌اند ثبت کند و همچنین به واسطه باز بودن دست مدیریت در دستکاری اطلاعات مربوط به حسابداری تعهدی از عینیت کافی برخوردار نیست. در حالی که اگر سیستم حسابداری بر مبنای دریافت و پرداخت نقدی شکل گیرد نه تنها از عینیت کافی برخوردار است، بلکه قابل فهم خواهد بود و نیازی به مفروضات و استدلال‌های پیچیده و مبهم برای در ک اطلاعات نیست.

1. Financial Accounting Standards Board (FASB)

جريان‌های نقدی نسبت به سود و اقلام تعهدی مبنای بهتری برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است، به نحوی که سرمایه‌گذاران تا حد بسیار زیادی به پیش‌بینی جريان‌های نقدی به دلیل اینکه عینی و احتمال دستکاری آن کم است واکنش مثبت نشان می‌دهند (خدادادی و جان‌جانی، ۱۳۸۹). با توجه به اهمیت اطلاعات مربوط به جريان‌های نقدی، هیأت استانداردهای حسابداری مالی (FASB) در استاندارد حسابداری شماره ۹۵ هدف از این اطلاعات را کمک به سرمایه‌گذاران، بستانکاران و سایر استفاده‌کنندگان در ارزیابی موارد زیر بیان می‌کند (هیأت استانداردهای حسابداری مالی، ۱۹۸۷): توانایی شرکت در ایجاد جريان‌های نقدی مثبت در آینده، توانایی شرکت برای پرداختن تعهدات، پرداخت سود سهام و نیاز شرکت برای تأمین مالی خارجی، دلایل وجود اختلاف بین سود خالص و دریافت و پرداخت‌های نقدی، جنبه‌های نقدی و غیرنقدی رویدادهای سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت در طول دوره مالی.

کمیته تدوین استانداردهای بین‌المللی حسابداری (IASC)<sup>۱</sup> در استاندارد حسابداری شماره ۷ بیان می‌کند که اطلاعات مربوط به جريان‌های نقدی بایستی برای استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی به منظور ارزیابی توانایی واحد تجاری در ایجاد وجود نقد و نیازهای آن در استفاده از این وجود سودمند باشد. همچنین، تصمیم‌های اقتصادی استفاده‌کنندگان مستلزم ارزیابی توانایی واحد تجاری در ایجاد، زمان‌بندی و اطمینان از این وجود می‌باشد (کمیته تدوین استانداردهای بین‌المللی حسابداری، ۱۹۹۳).

## ۱-۲. اجزای جريان‌های نقدی

اجزای تشکیل‌دهنده صورت جريان وجوده نقد با توجه به الزامات حسابداری هر کشور متفاوت می‌باشد که در این قسمت به اجزای صورت جريان وجوده نقد طبق هیأت استانداردهای حسابداری مالی (FASB)، کمیته تدوین استانداردهای حسابداری بین‌المللی (AISC) و کمیته تدوین استانداردهای حسابداری ایران اشاره می‌شود.

### ۱-۱-۱. طبقه‌بندی جريان‌های نقدی براساس FASB

طبق استاندارد حسابداری شماره ۹۵ هیأت استانداردهای حسابداری مالی جريان‌های نقدی ورودی و خروجی به سه طبقه خلاصه می‌شود (هیأت استانداردهای حسابداری مالی، ۱۹۸۷):

- فعالیت‌های عملیاتی: شامل وجوده دریافتی حاصل از فروش کالاها و ارائه خدمات، سود سهام دریافتی حاصل از سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکت‌ها و بازده اوراق قرضه، وجوده پرداختی بابت خرید کالاها و خدمات، وجوده پرداختی به کارکنان، وجوده پرداختی بابت مالیات بر درآمد، بهره پرداختی به

1. International Accounting Standards Committee

اعتباردهندگان و بطور کلی کلیه وجوه دریافتی و پرداختی که نمی‌توان تحت عنوان فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و یا تأمین مالی طبقه‌بندی نمود.

- فعالیت‌های سرمایه‌گذاری: شامل وجوه دریافتی یا پرداختی بابت خرید یا فروش اوراق قرضه غیر از وجوده که معادل وجه نقد می‌باشد، دارایی‌های ثابت، سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکت‌ها.

- فعالیت‌های تأمین مالی: وجوه دریافتی یا پرداختی بابت انتشار و باخرید اوراق قرضه، تحصیل و بازپرداخت وام‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت، وجوه دریافتی بابت صدور سهام، وجوه پرداختی بابت سود سهام.

به منظور تهیه خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، هیأت استانداردهای حسابداری هم روش مستقیم و هم روش غیرمستقیم را مجاز دانسته اما تأکید آن طبق پاراگراف ۲۷ استاندارد حسابداری شماره ۹۵ روش مستقیم است. در صورتی که در عمل بیشتر از روش غیرمستقیم استفاده می‌شود (هیأت استانداردهای حسابداری مالی، ۱۹۸۷).

## ۲-۱-۲. طبقه‌بندی جریان‌های نقدی براساس IASC

طبق استاندارد حسابداری شماره ۷ کمیته تدوین استانداردهای بین‌المللی جریان‌های نقدی ورودی وخروجی وجه نقد به سه طبقه به شرح زیر می‌شود (کمیته تدوین استانداردهای بین‌المللی حسابداری، ۱۹۹۳):

- فعالیت‌های عملیاتی: فعالیت‌های اصلی مولد درآمد در واحد تجاری و فعالیت‌های دیگری که جزء فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی نباشد که شامل وجوه نقد دریافتی از مشتریان بابت فروش کالا و ارائه خدمات، وجوه دریافتی بابت کمیسیون‌ها و حق مشاوره‌ها، وجوه پرداختی به فروشنده‌گان و ارائه‌دهندگان خدمات، وجوه پرداختی به کارکنان، وجوه پرداختی بابت مالیات بر درآمد می‌باشد.

- فعالیت‌های سرمایه‌گذاری: شامل فعالیت‌های مربوط به تحصیل، ایجاد و فروش دارایی‌های ثابت، سرمایه‌گذاری و یا قرض دادن وجه نقد به سایر شرکت‌ها، سود و بهره مربوط به وجوه سرمایه‌گذاری شده در سایر شرکت‌ها و وجوه حاصل از عملیات بازرگانی که جزء فعالیت اصلی شرکت نباشد.

- فعالیت‌های تأمین مالی: فعالیت‌هایی که باعث تغییر در اندازه و ترکیب واحد تجاری می‌شود که شامل وجوه حاصل از دریافت و بازپرداخت تسهیلات و قرض‌های واحد تجاری، وجوه حاصل از انتشار و یا باز خرید سهام شرکت می‌باشد.

کمیته تدوین استانداردهای بین‌المللی هر دو روش مستقیم و غیرمستقیم را برای تهیه جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی مجاز دانسته و تأکید آن بیشتر بر روش مستقیم است. همچنین، این استاندارد سود دریافتی حاصل از سرمایه‌گذاری و سود و کارمزد حاصل از انتشار اوراق قرضه و وام را برای

شرکت‌هایی که فعالیت اصلی آن سرمایه‌گذاری نیست می‌توان به ترتیب جزء فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و فعالیت‌های تأمین مالی یا هر دو را جزء فعالیت‌های عملیاتی و سود پرداختی به سهامداران را می‌توان جزو فعالیت‌های تأمین مالی یا فعالیت‌های عملیاتی گزارش نمود.

۲-۱-۳. طبقه‌بندی جریان‌های نقدی براساس نظر کمیته تدوین استانداردهای حسابداری ایران الزامات مربوط به نحوه ارائه صورت جریان وجوه نقد و موارد افشاری مربوط در استاندارد حسابداری شماره ۲ ایران با عنوان صورت جریان وجوه نقد تشریح شده است. طبق استاندارد مذکور صورت جریان وجوه نقد باید منعکس کننده جریان‌های نقدی طی دوره تحت سرفصل‌های اصلی زیر باشد (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵):

- فعالیت‌های عملیاتی

- بازده سرمایه‌گذاری‌ها و سود پرداختی بابت تأمین مالی

- مالیات بر درآمد

- فعالیت‌های سرمایه‌گذاری

- فعالیت‌های تأمین مالی

تغییر در نحوه ارائه صورت جریان وجوه نقد توسط کمیته تدوین استانداردهای حسابداری توجیه‌پذیر بوده به نحوی که روش ۵ بخشی نسبت به روش ۳ بخشی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حرفه‌ای اطلاعات مفیدی ارائه می‌کند (اعتمادی و تاریوردي، ۱۳۸۵). این استاندارد روش خاصی برای گزارش جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی توصیه نکرده اما در عمل بهدلیل کم‌هزینه بودن و آسان‌بودن در تهیه جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی روش غیرمستقیم استفاده می‌شود.

### ۲-۱-۳-۱. جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی

جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های عملیاتی یکی از شاخص‌های اصلی ارزیابی این موضوع است که عملیات واحد تجاری تا چه حد به جریان‌های وجه نقد کافی جهت بازپرداخت وام‌ها، نگهداشت توان عملیاتی واحد تجاری و پرداخت سود سهام منجر شده و انجام سرمایه‌گذاری‌های جدید را بدون تمسک به منابع مالی خارج از واحد تجاری میسر کرده است که این جریان مکرر و با اهمیت در اغلب واحدهای انتفاعی از طریق فروش محصولات یا ارائه خدمات یعنی از محل مبالغ وصولی از مشتریان، وجهه پرداختی به فروشنده‌گان مواد و کالا و ارائه‌دهنده‌گان خدمات مورد نیاز، وجهه پرداختی به کارکنان بابت حقوق و دستمزد و سایر پرداختهای نقدی بابت هزینه‌ها کسب می‌شود. در واقع، مهم‌ترین و معمول‌ترین جریان نقدی مرتبط با فعالیت‌های عملیاتی است که درجهت‌هدف کسب سود خالص می‌باشد (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵).

سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان که تأمین کنندگان اصلی سرمایه شرکت هستند در تصمیم‌گیری‌های خود بیشتر از اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی عملیاتی استفاده می‌کنند، به دلیل اینکه از لحاظ بیان و پیش‌بینی پذیری بازده اوراق بهادر توانمندی زیادی دارند و حاضر نیستند در شرکتی سرمایه‌گذاری کنند که از فعالیت‌های عملیاتیش نقد کافی فراهم نمی‌شود (یحیابی و همکاران، ۲۰۱۰). با توجه به اینکه جریان وجوه نقد عملیاتی بطور عمدۀ تحت تأثیر سود (زیان) شرکت‌ها می‌باشد مین کیفیت سود است (دستگیر و خدابنده، ۱۳۸۲). علاوه بر این، در پژوهش‌هایی که در رابطه با اهمیت اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی و تعهدی در پیش‌بینی سودهای آتی و بازده سهام انجام شده بیشتر بر جریان‌های نقدی عملیاتی نسبت به جریان‌های تعهدی تأکید شده است (خدادادی و جان‌جانی، ۱۳۸۸، تائو وانگ و همکاران، ۲۰۱۰ و جاشو و همکاران، ۲۰۰۸).

همچنین، نحوه گزارش اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی عملیاتی (روش مستقیم و روش غیرمستقیم) نیز می‌تواند بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان در پیش‌بینی قیمت و بازده سهام تأثیر گذار باشد. روش مستقیم بهدلیل اینکه دریافت‌ها و پرداخت‌های نقدی عملیاتی را بطور جداگانه در صورت جریان وجوه نقد گزارش می‌کند هم در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی و هم در پیش‌بینی بازده سهام شرکت اطلاعات مفیدتری نسبت به روش غیرمستقیم ارائه می‌کند (نیل و همکاران، ۲۰۱۰). در پژوهش دیگری نیز برتری بین نحوه گزارش جریان‌های نقدی عملیاتی قائل نشده و هر دو روش را برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی و بازده سهام مفید می‌دانند (هاشمی و درویشی، ۱۳۸۷). البته روش‌های مستقیم و غیرمستقیم از اطلاعات صورت سودوزیان که مبتنی بر حسابداری تعهدی می‌باشد بدست می‌آیند که هر دو روش غیرمستقیم می‌باشند و نامگذاری آن به روش مستقیم صحیح نمی‌باشد (باباجانی، ۱۳۸۹).

**۲-۳-۱-۲. بازده سرمایه‌گذاری و سود پرداختی بابت تأمین مالی**  
 هیأت استانداردهای حسابداری مالی، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان را کسانی معرفی می‌کند که وجهی را در شرکت سرمایه‌گذاری کرده‌اند و چشم انتظار دریافت سود به عنوان جبران سرمایه‌گذاری خود هستند. معمولاً وجهی که به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان بابت عواید حاصل از سرمایه‌گذاری و یا اعتباردهی پرداخت می‌شود بصورت سود سهام و بهره می‌باشد که این اطلاعات مرتبط با ساختار سرمایه است و در صورت جریان وجوه نقد در قسمت بازده سرمایه‌گذاری و سود پرداختی بابت تأمین مالی گزارش می‌شود (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵). یکی از مهم‌ترین اجزای این جریان نقدی سود نقدی سهام است. توزیع سود نقدی سهام دارای بار و محتوای اطلاعاتی بر بازار بوده به نحوی که تغییر در میزان توزیع سود نقدی سهام باعث تغییر در قیمت و نهایتاً بازده سهام می‌شود و سرمایه‌گذاران از سود سهام به عنوان معیاری برای کسب بازده بیشتر و در نتیجه حداکثر نمودن ثروت خود استفاده می‌کنند (یحیابی و همکاران، ۲۰۱۰). علاوه بر این، مدیران زمانی که چشم‌اندازهای مالی آتی

واحد تجاری را مطلوب پیشینی کنند به توزیع سود سهام اقدام می‌کنند، لذا اعتبار دهنده‌گان می‌توانند از سود سهام به عنوان معیاری از توانایی واحد تجاری در اینفای تعهدات خود در آینده استفاده و در مورد اعطاء اعتبار به آن واحد تجاری تصمیم‌گیری نمایند (تاژوانگ و همکاران، ۲۰۱۰). همچنین، استفاده کنندگان اطلاعات مالی از اطلاعات مربوط به هزینه بهره و بازپرداخت آن به منظور ارزیابی توان واحد تجاری در اینفای تعهدات خود در آینده نیز استفاده می‌کنند. ارزیابی توان واحد تجاری از نظر سرمایه‌گذاران به این دلیل با اهمیت است که ممکن است شرکت با تهدید ناشی از ناتوانی در بازپرداخت تعهدات در آینده روپرورد شود و این ناتوانی باعث می‌شود هزینه بهره اخذ وام‌های جدید و در نتیجه ریسک افزایش ریسک باعث خواهد شد بازار از لحاظ قیمت و بازده سهام از خود واکنش نشان دهد (هندریکسن و ونبرد، ۱۳۸۵).

#### ۲-۳-۳. وجوده پرداختی بابت مالیات بر درآمد

وجوده پرداختی بابت مالیات بر درآمد تنها مربوط به پرداخت‌ها، علی الحساب‌ها و استرداد مبالغ پرداختی از بابت مالیات بر عملکرد می‌باشد و شامل مالیات‌های تکلیفی نیست. با توجه به اینکه مالیات زمانی پرداختی است که سود مشمول مالیات توسط واحد تجاری تحصیل شده باشد و چون مالیات براساس درصدی از سود مشمول مالیات محاسبه می‌شود می‌توان آن را نوعی توزیع سود محسوب و دولت را به عنوان شریک در واحد تجاری قلمداد کرد (شبانگ، ۱۳۸۱) و از آنجایی که توزیع سود سهام برای بازار دارای محتوای اطلاعاتی و تأثیرگذار بر قیمت و بازده سهام می‌باشد می‌توان از وجوده پرداختی بابت مالیات بردرآمد و تطبیق آن با سود مشمول مالیات به عنوان معیاری برای ارزیابی واحد تجاری در جهت کسب سود و بازده بیشتر استفاده نمود.

#### ۲-۳-۴. جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری

عملکرد موفق شرکت‌ها می‌تواند در ایجاد انگیزه اقتصادی سرمایه‌گذاران و در نتیجه رشد اقتصادی کشور مؤثر باشد. این مهم که به کسب بازده بیشتر برای شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران منجر می‌شود در گرو افزایش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری برای تولید در مقیاس وسیع است. فعالیت‌های سرمایه‌گذاری‌ها بیشتر مرتبط با تحصیل و فروش سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت، دارایی‌های ثابت مشهود و نامشهود و نیز پرداخت و وصول تسهیلات اعطایی به اشخاص مستقل از واحد تجاری بجز کارکنان می‌باشد (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵) که سرمایه‌گذاران علاوه بر توجه به اهداف و سیاست‌های قبلی شرکت در جهت کسب سود و جریان‌های نقدی دیدگاه‌های آتی واحد تجاری را در مورد مکانیزه کردن، توسعه و جایگزینی ماشین‌آلات و همچنین سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت که مولد سودآوری

و نقدینگی در واحد تجاری هستند را در تصمیم‌گیری‌های خود به منظور پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی، قیمت و نهایتاً بازده غیرعادی سهام مدنظر قرار می‌دهند (گارود و هادی، ۱۹۹۸).

#### ۲-۳-۵. جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی

از آنجایی که شرکت‌ها در شکوفایی اقتصاد نقش بسزایی دارند، توجه نمودن به عواملی که باعث رشد و توسعه این شرکت‌ها می‌شود حائز اهمیت است. دستیابی به این مهم که منجر به کسب بازده بیشتر برای شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران می‌شود در گرو سرمایه‌گذاری بیشتر می‌باشد که برای تحقق بخشیدن به این امر نیاز به تأمین مالی به وسیله شرکت‌ها است. منابع مالی شرکت‌ها معمولاً از طریق وجه نقد حاصل از عملیات (سود)، وجه نقد حاصل از سرمایه‌گذاری (سهام) و اخذ وام از بانک‌ها و سایر مؤسسات اعتباری (بدھی) تأمین می‌شود. روش‌های تأمین مالی نیز یکی از اصلی‌ترین حوزه‌های تصمیم‌گیری مدیران شرکت‌ها در راستای افزایش ثروت سهامداران به شمار می‌رود که تأمین مالی از طریق استقرار نسبت به انتشار سهام باعث افزایش بازده سهام می‌شود (مرادزاده‌فرد و نادعلی‌پورمنفرد، ۱۳۸۸). بنابراین، با توجه به اینکه تأمین مالی باعث افزایش ریسک و افزایش ریسک باعث تغییر در قیمت و نهایتاً بازده غیرعادی سهام می‌شود، لذا سرمایه‌گذاران در هنگام سرمایه‌گذاری به ساختار سرمایه، توانایی شرکت برای ایجاد وجه نقد لازم در زمینه تأمین مالی برای اجرای برنامه‌های رشد و توسعه و پرداخت سود سهام و تأثیرات آن بر قیمت و نهایتاً بازده غیرعادی سهام توجه می‌کنند.

### ۳. جریان‌های نقدی هر سهم

سرمایه‌گذاران و اعتباردهنده‌گان از سود و جریان‌های نقدی به منظور ارزیابی توانایی‌های واحد تجاری در کسب سود و ایفای تعهدات خود در آینده استفاده می‌کنند. این اطلاعات زمانی گویای عملکرد مطلوب برای واحد تجاری است که براساس هر سهم نیز گزارش شود و هر چقدر نتیجه اطلاعات مربوط به هر سهم بیشتر باشد نشان‌دهنده بازدهی و عملکرد مطلوب واحد تجاری است. با توجه به الزامات مقرر شده توسط تدوین کنندگان استانداردهای حسابداری، شرکت‌ها تنها ملزم به افشاء سود خالص هر سهم در صورت‌های مالی خود هستند و از آنجایی که سود هر سهم براساس سود خالص حسابداری محاسبه می‌شود دارای مشکلات مربوط به سود حسابداری است و چون جریان‌های نقدی هر سهم همانند جریان نقدی از عینیت کافی برخوردار بوده و مشکلات مربوط به سود را ندارد سرمایه‌گذاران می‌توانند از جریان‌های نقدی هر سهم به منظور ارزیابی قیمت و بازده سهام در حداکثر نمودن ثروت خود استفاده کنند. علاوه بر این، افشاء اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی هر سهم و تطبیق آن با سود هر سهم رابطه سود و جریان‌های نقدی را

بهتر نمایان می‌کند و اگر این تطبیق بصورت تجزیه و تحلیل افقی برای چندین سال استفاده شود یک دورنمایی از عملکرد آتی واحد تجاری ارائه می‌دهد (استون و نیمایر، ۲۰۰۵).

#### ۴. اقلام تعهدی<sup>۱</sup>

علاوه بر جریان‌های نقدی یکی دیگر از متغیرهای مورد بحث در حسابداری اقلام تعهدی است. همانگونه که هیأت استانداردهای حسابداری مالی در استاندارد حسابداری شماره ۹۵ بیان می‌دارد جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های عملیاتی عموماً شامل آثار نقدی معاملات و سایر رویدادهایی است که تعیین کننده سود خالص می‌باشد. با توجه به تعریف فوق چنین استنباط می‌شود که اقلام تعهدی تنها بین سود خالص و جریان نقدی عملیاتی است. از این‌رو تفکیک سود حسابداری به اجزای نقدی و تعهدی و تأثیر این اجزا بر پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی برای سرمایه‌گذاران حائز اهمیت است (شققی و هاشمی، ۱۳۸۳). براساس مطالعات واکنش سرمایه‌گذاران به اقلام تعهدی و داده‌های جریان‌های نقدی نسبت به تحلیلگران که فقط از اقلام تعهدی در تصمیم‌گیری‌های خود استفاده می‌کنند، بیشتر است. همچنین واکنش تحلیلگران مالی به اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی بهدلیل این که اطلاعات فوق نشان‌دهنده توان عملیاتی واحد تجاری بوده و به لحاظ پیش‌بینی‌پذیری سود و بازده سهام اطلاعات مفیدی ارائه می‌کنند، دقیق‌تر از واکنش سرمایه‌گذاران است. این دقت نظر تحلیلگران باعث می‌شود که تحلیلگران فوق علاوه بر تحلیل تأثیر اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی بر بازده سهام به تحلیل تأثیر اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی بر بازده غیرعادی سهام نیز مبادرت نمایند (هیش‌لیفر و همکاران، ۲۰۰۹).

#### ۵. بازد

هدف سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری کسب سود و نهایتاً به حداکثر رساندن ثروتشان می‌باشد. به منظور تحقق بخشیدن به این امر سرمایه‌گذاران در دارایی‌هایی که دارای بازده بالا و ریسک نسبتاً پایینی می‌باشند، سرمایه‌گذاری می‌کنند. چنانچه نرخ بازده یک سرمایه‌گذاری بیش از نرخ بازده مورد انتظارش باشد ارزش آن دارایی بیشتر است و ثروت سرمایه‌گذار افزایش می‌یابد. با توجه به اینکه در دهه‌های جاری گرایش سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیرندگان مالی به اطلاعات جریان‌های نقدی فزونی یافته است که خود حاکمی از بالا بودن محتوای اطلاعاتی این داده‌ها می‌باشد، پژوهشگران رویکردهای مختلفی را در ارزیابی این محتوای اطلاعاتی در پیش می‌گیرند و مدل‌های مختلفی نیز به منظور اثبات ادعاهای خود به کار می‌برند که از پرکاربردترین این مدل‌های مبتنی بر بازده غیرعادی سهام می‌باشد. همچنین پژوهشگران از این

---

1. Accruals

پژوهش‌ها به منظور آزمون تأثیر متغیرهای حسابداری بر بازده غیرعادی سهام و فایده‌مندی اطلاعات حسابداری برای تحلیلگران مالی و سرمایه‌گذاران استفاده می‌کنند. فاما (۱۹۹۵) و فرنچ (۱۹۹۷) و در پژوهش‌های خود دریافتند که ارزش بازار و درجه اهرم مالی از متغیرهای مؤثر بر بازده غیرعادی است.

موضوعی که در این مدل‌ها اهمیت دارد، موضوع محاسبه بازده غیرعادی سهام است که بیش از هر چیز به وجود یک بازار فعلی، پر تحرک و کارا مبتکی است، بازاری که معاملات سهام شرکت‌ها بی‌وقفه در آن جریان دارد و نسبت به اطلاعات حساس است و واکنش نشان می‌دهد. در ادامه با توجه به وضعیت خاص بازار اوراق بهادار به روش‌های مختلف محاسبه بازده غیرعادی پرداخته می‌شود:

#### ۵-۱. استفاده از مدل بازار با $\alpha$ و $\beta$ مستقل برای هر شرکت

معمول‌ترین روش تعیین بازده غیرعادی سهام شرکت‌ها استفاده از مدل شناخته شده بازار است که در آن بین بازده سهام یک شرکت و بازده مجموعه اوراق بهادار بازار (پرتفوی) یک رابطه رگرسیونی برقرار می‌شود و با بدست آوردن ضرایب  $\alpha$  و  $\beta$  رگرسیون براساس اطلاعات گذشته تخمینی از بازده مورد انتظار آینده سهام شرکت متناسب با بازده بازار بدست می‌آید. به منظور محاسبه بازده یک شرکت از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM)<sup>۱</sup> استفاده می‌شود. این مدل دارای دو پارامتر اساسی (ریسک و بازده) بوده و از قدرت پیش‌بینی پذیری بالایی برخوردار است. مدل مزبور در بازار سرمایه بسیار کارا که در آن سرمایه‌گذاران کاملاً آگاه و هزینه داد و ستد مالی صفر باشد محدودیت در سرمایه‌گذاری‌ها نباشد، سرمایه‌گذار بزرگی که بتواند در قیمت سهام تأثیر بگذارد وجود نداشته باشد، انتظارات سرمایه‌گذاران نسبت به ریسک و بازده مشابه و نرخ بهره به منظور قرض دادن یا قرض گرفتن صفر یا نزدیک به صفر باشد کاربرد دارد. البته مدل مذکور به دلیل ناکارامدی بازار، مشکل بودن انتخاب شاخص و افق زمانی مناسب به منظور تخمین بتا و اینکه ترکیب پرتفوی واقعی بازار ناشناخته است در عمل قابل بکارگیری نمی‌باشد. نحوه محاسبه بازده غیرعادی با استفاده از مدل بازار به شرح زیر است (هیگنر و بکمن، ۲۰۰۶):

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_1 + \beta_1 R_{mt}) \quad (1)$$

$$R_{it} = \alpha_1 + \beta_1 R_{mt} + e_{it} \quad (2)$$

#### ۵-۲. استفاده از مدل بازار با $\alpha$ و $\beta$ نمونه

اگرچه روش بیان شده در بند (۱) شناخته شده‌ترین روش اندازه‌گیری بازده غیرعادی است، اما می‌توان روش دیگری را نیز مورد استفاده قرار داد و آن استفاده از مجموعه اطلاعات ماهانه شرکت‌ها برای یافتن  $\alpha$  و  $\beta$  دقیق‌تری برای شرکت‌های نمونه و تشکیل مدل بازده مورد انتظار هر شرکت برای تک‌تک

1. Capital Assets Pricing Model

شرکت‌های عضو نمونه است. با همین مدل، بازده مورد انتظار ماهانه هر شرکت محاسبه و سپس تفاضل آن با بازده واقعی شرکت بازده غیرعادی شرکت تلقی می‌شود و از جمع بازده‌های غیرعادی ماهانه هر شرکت بازده غیرعادی سالانه که به آن بازده غیرعادی انباشته گفته می‌شود برای آن شرکت در سال مالی معین بدست می‌آید (هیگنز و بکمن، ۲۰۰۶).

### ۵-۳. استفاده از تفاضل بازده شرکت و بازده بازار

یکی دیگر از شیوه‌های تعیین بازده غیرعادی استفاده از تفاضل بازده شرکت و بازده بازار و تلقی آن به عنوان بازده غیرعادی است. در این روش عملاً با از دست دادن  $\alpha$  و مساوی یک قرار دادن  $\beta$  به شکلی ساده‌تر تبدیل شده است. با استفاده از این مدل که در برخی پژوهش‌های مبتنی بر بازده سهام مورد استفاده قرار گرفته است می‌توان تفاضل بازده بازار با بازده واقعی شرکت را مقایسه و تفاضل حاصله را بازده غیرعادی آن شرکت تلقی کرد (زیوبرسکی، ۲۰۰۴):

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (3)$$

با توجه به اینکه دو روش قبل بر پایه مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای می‌باشد و مفروضات مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در عمل قابل اجرا نیست معمولاً از این روش استفاده می‌شود.

### ۵-۴. رابطه جریان‌های نقدی با بازده غیرعادی سهام

سرمایه‌گذاران و بستانکاران دو گروه اصلی استفاده‌کننده از اطلاعات مالی بهشمار می‌روند و بطور عمده این دو گروه در تصمیم‌گیری‌های خود به منظور کسب بازده بیشتر از اطلاعات مربوط به سود و جریان‌های نقدی استفاده می‌کنند. با توجه به اینکه سودآوری باعث تغییر در قیمت و نهایتاً افزایش بازده سهام می‌شود مکمل سودآوری وجود وجه نقد یا همان جریان‌های نقدی می‌باشد، لذا جریان‌های نقدی به عنوان جزء نقدی سود نیز می‌تواند بر بازده سهام تأثیرگذار باشد که این نشان از وجود محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی است به نحوی که افشاری هرچه بهتر اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی باعث ارزیابی بهتر شرکت توسط سرمایه‌گذاران و بستانکاران و در نتیجه کسب بازده بیشتر نسبت به بازده بازار خواهد شد.

## ۶. نتیجه‌گیری

اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی یکی از مهم‌ترین داده‌های ورودی انواع مدل‌های تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی است و با توجه به اینکه سرمایه‌گذاران علاوه بر نقدینگی، سودآوری و بازده‌ی شرکت را نیز در زمان سرمایه‌گذاری مدنظر قرار می‌دهند در بسیاری از موقع می‌توانند از طریق تجزیه و تحلیل اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی و بازده عادی و غیرعادی

سهام منافع بیشتری کسب کنند. طبق مبانی نظری بیان شده در این مقاله جریان‌های نقدی شامل اجزای اصلی، اجزای فرعی و اجزای اصلی به ازای هر سهم است و با توجه به مبانی نظری بیان شده به نظر می‌رسد بین جریان‌های نقدی با بازده غیرعادی سهام رابطه وجود داشته و نشان‌دهنده محتوای اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران می‌باشد. در ضمن، با توجه به محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی هر سهم افشاری این اطلاعات به همراه سود هر سهم می‌تواند در تصمیم‌های استفاده‌کنندگان مفید واقع شود.

## منابع

- اعتمادی، حسین و یدالله تاری وردی (۱۳۸۵)، "تأثیر نحوه ارائه صورت جریان وجوه نقد بر قضاوت‌های سرمایه‌گذاران حرفه‌ای"، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۵، صص ۶۹-۸۸.
- باباجانی، جعفر (۱۳۸۹)، "نقش و جایگاه مبانی حسابداری و رویکرد اندازه‌گیری در حسابداری و گزارشگری مالی بخش عمومی"، فصلنامه دانش حسابرسی، شماره ۲، صص ۴-۳۸.
- ثقفی، علی و سیدعباس هاشمی (۱۳۸۳)، "بررسی تحلیلی رابطه بین جریان‌های نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی ارائه مدلی برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی"، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۸، صص ۵۲-۶۹.
- خدادادی، ولی و رضا جان‌جانی (۱۳۸۸)، "بررسی واکنش سرمایه‌گذاران به پیش‌بینی سود، جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۸، صص ۱۳۳-۱۵۹.
- دستگیر، محسن و رامین خدادادی (۱۳۸۲)، "بررسی ارتباط بین محتوای اطلاعاتی اجزای اصلی صورت جریان وجوه نقد با بازده سهام"، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، شماره ۲، صص ۱۰۱-۱۰۴.
- شهانگ، رضا (۱۳۸۱)، تئوری حسابداری، جلد دوم، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی، سازمان حسابرسی.
- کمیته تدوین استانداردهای حسابرسی (۱۳۸۵)، استانداردهای حسابرسی، سازمان حسابرسی.
- مرادزاده فرد، مهدی و حسام نادعلی‌پور منفرد (۱۳۸۸)، "رابطه جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های تأمین مالی و بازده سهام"، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۱، صص ۹۶-۸۹.
- هاشمی، سیدعباس و افشار درویشی (۱۳۸۷)، مقایسه توانایی داده‌های روش مستقیم در مقابل داده‌های روش غیرمستقیم برای تخمین جریان وجوه نقد عملیاتی آتی در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان.
- هندریکسن، الدون اس و مایکل افونبردا (۱۳۸۵)، تئوری حسابداری، ترجمه علی پارساییان، تهران: انتشارات ترمه، چاپ ۸۵.
- Fama, E.F. & K.R. Ferench (1995), "Size and Book-to- Market Factors in Earnings and Returns", *Journal of Finance*, Vol. 15, PP. 131-155.
- Fama, E.F. & Ferench, K.R. (1997), "The Cross- Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance*, Vol. 47, PP. 427-465.
- Fanatical Accounting Standards Board (FASB) (1987), "Statement of Cash Flows, Statement of Financial Accounting Standards", No. 95.
- Garrod, N. & M. Hadi (1998), "Investor Response To Cash Flow Information", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 25, No. 6, PP. 613-630.

- Higgins. H. N. & J. Beckman (2006), "Abnormal Returns of Japanese Acquisition Bidders-Impact of Pro-M&A Legislation in the 1990s", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 14, PP.250–268.
- Hirshleifer. D., K. Hou & S. Hong Teoh (2009), "Accruals, Cash Flows, and Aggregate Stock Returns", *Journal of Financial Economics*, Vol. 91, PP. 389–406.
- IASB (1993), "Statement of Cash Flows, International Accounting Standards", No. 7.
- Joshua,L. & L. E.German (2008), "Quarterly Accruals or Cash Flows in Portfolio Construction?", *Financial Analysts Journal*, Vol. 64, No. 3.
- Neal, A. M. Cheng & R. Czernkowski (2010), "Cash Flow Desegregation and the Prediction of Future Earnings", *Accounting and Finance Journal*, Vol. 50, PP. 1-30.
- Stone, K.E. & R.D. Niemeyer (2005), "Integrating Earning and Cash Flows Per Common Share", *Journal of Theoretical Accounting Research*, Vol. 1, No.1.
- Tao Wang, D. Thomakos & G. Papanastasopoulos (2010), "The Implications of Retained and Distributed Earnings for Future Profitability and Stock Returns", *Review of Accounting and Finance*, Vol. 9, PP. 395-423.
- Yahyaee. H. Al, M. Phamb & S. Walter (2010), "The Information Content of Cash Dividend Announcements in a Unique Environment", *Journal of Banking & Finance*, PP. 1–7.
- Ziobrowski, A. (2004), "Abnormal Returns from the Common Stock Investments of the U.S. Senate", *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 39, No. 4, PP. 1-16.

